

煤炭开采

近期煤价缘何急跌？后期又将何去何从？

近期煤价缘何急跌？近期，煤价加速下跌，截至11月4日，CCI5500报555元/吨，创2017年以来次低点。我们认为主要有三个方面原因：

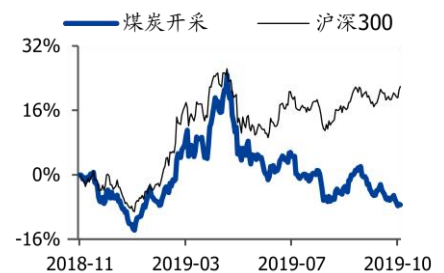
- **根本原因：产业政策引导煤价回归绿色区间。**自2017年1月发改委印发《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》以来，相关部门一直通过“增产量、增产能、增运力、增长协、增清洁能源、调库存、减耗煤、强监管、推联营”等9项措施稳定煤炭市场，促进市场煤价回归绿色区间（500元/吨~570元/吨），解决煤电矛盾，降低制造业用电成本。
- **主要原因：高库存压制采购需求。**由于当下电厂多数采取“长协为主，进口为辅，市场煤补充”的采购模式，在长协稳定，库存充足的背景下，电厂主动补库意愿较弱，导致市场煤需求迟迟难以得到释放，持续压制煤价，一旦需求回落，必然造成煤价下跌。
- **直接原因：进口限制预期落空。**截至目前，限制煤炭进口的力度和措施并未发生根本性的改变，远低于市场预期，对贸易商信心造成巨大打击，恐慌情绪蔓延，抛盘增加，导致现货价格急跌。

后期煤价何去何从？

- **短期来看：恐慌情绪有望缓解，煤价有望阶段性企稳。**因供应宽松，坑口煤价仍将面临一定下行压力，港口和电厂煤炭库存整体仍处于高位，

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

研究助理 张津铭

邮箱：zhangjinming@gszq.com

相关研究

- 1、《煤炭开采：进口限制不及预期 高库存持续压制价格》2019-10-20
- 2、《煤炭开采：近期热点事件剖析》2019-10-08
- 3、《煤炭开采：煤价高位回落不改中报业绩向好 继续关注核心硬资产》2019-09-01



内容目录

1.近期煤价缘何急跌？	3
1.1.根本原因：产业政策引导煤价回归绿色区间	3
1.2.主要原因：高库存压制采购需求	4
1.3.直接原因：进口限制预期落空	4
2.后期煤价何去何从？	5
2.1.短期来看：恐慌情绪有望缓解，煤价有望阶段性企稳	5
2.1.1.神华长协定价有助缓解市场恐慌情绪	5
2.1.2.采暖季临近，日耗有望逐步攀升	6
2.1.3.国内外价差收窄	6
2.2.中长期来看：煤价中枢下移，但不具备大幅下跌基础	7
3.投资策略	8
4.风险提示	8

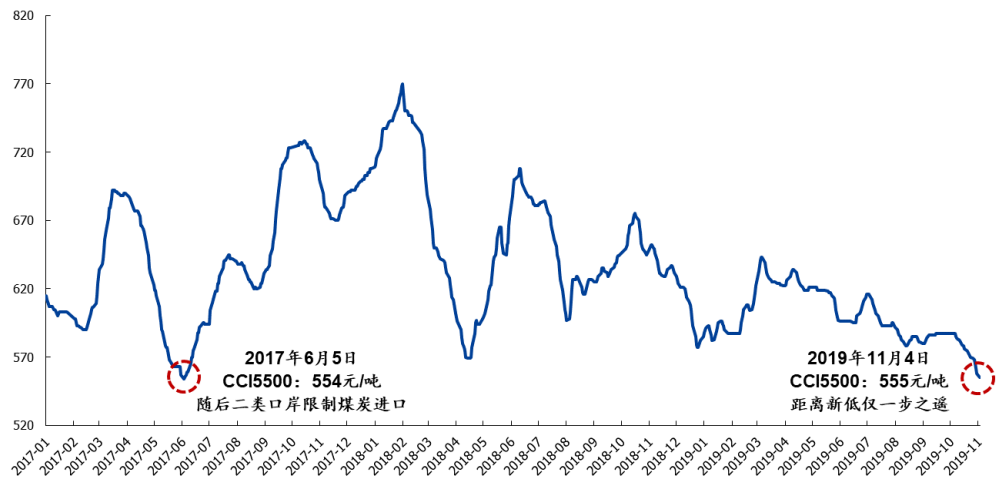
图表目录

图表 1: CCI5500 指数价格 (元/吨)	3
图表 2: 产业政策引导煤价回归绿色区间	3
图表 3: 环渤海 9 港库存合计 (万吨)	4
图表 4: 全国重点 73 港口动力煤库存合计 (万吨)	4
图表 5: 沿海 6 大电库存 (万吨)	4
图表 6: 全国重点电库存 (万吨)	4
图表 7: 煤炭进口累计走势 (万吨)	5
图表 8: 煤炭进口月度走势 (万吨)	5
图表 9: 现货、月度长协、年度长协价格走势 (元/吨)	5
图表 10: 沿海 6 大电日耗 (万吨)	6
图表 11: 全国重点电日耗 (万吨)	6
图表 12: 国内外进口煤价差收窄 (元/吨)	6
图表 13: 国内外进口煤价差收窄 (元/吨)	7
图表 14: 样本煤企资产负债率	8
图表 15: 样本煤企带息负债总额 (亿元)	8

1.近期煤价缘何急跌？

近期，煤价加速下跌，截至11月4日，CCI5500报555元/吨，单月累计下跌32元/吨，较去年同期下跌97元/吨，创2017年以来次低点。

图表 1: CCI5500 指数价格 (元/吨)

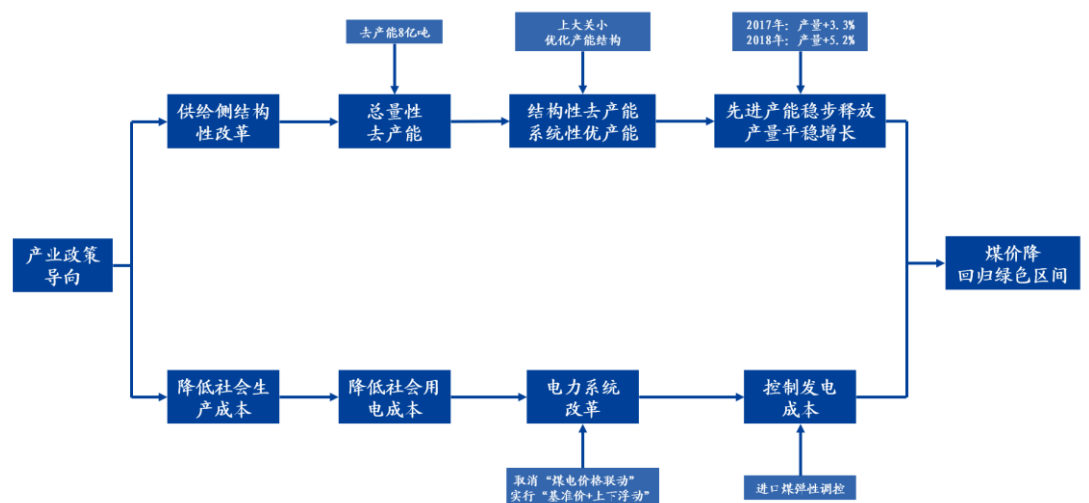


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.1.根本原因：产业政策引导煤价回归绿色区间

自2017年1月发改委联合中煤协、中电联、中钢协印发《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》(以下简称“备忘录”)以来，相关部门一直通过“增产量、增产能、增运力、增长协、增清洁能源、调库存、减耗煤、强监管、推联营”等9项措施稳定煤炭市场，促进市场煤价回归绿色区间(500元/吨~570元/吨)，其最终目的是为解决煤电矛盾，降低制造业用电成本。

图表 2: 产业政策引导煤价回归绿色区间

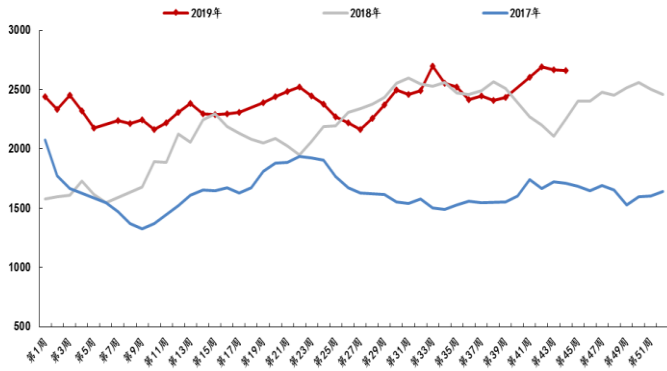


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2.主要原因：高库存压制采购需求

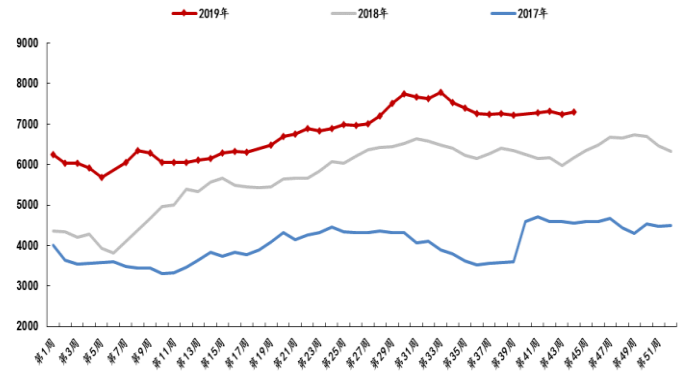
我们此前一直强调“库存高不是造成煤价下跌的必然原因，但一定会抑制煤价上涨”。因为当下电厂多数采取“长协为主，进口为辅，市场煤补充”的采购模式，在长协稳定，库存充足的背景下，电厂主动补库意愿较弱，导致市场煤需求迟迟难以得到释放，持续压制煤价，一旦需求回落，必然造成煤价下跌。

图表3：环渤海9港库存合计（万吨）



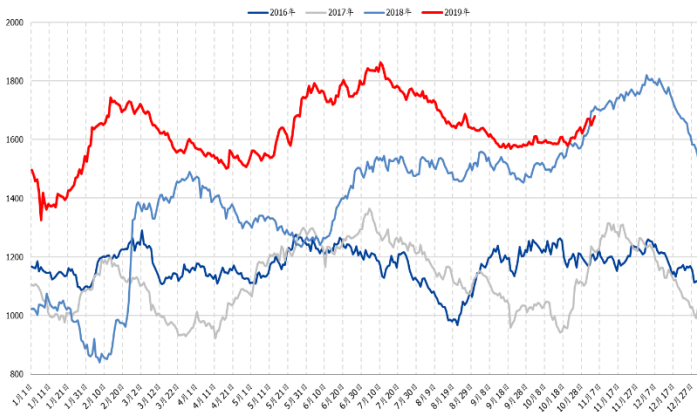
资料来源：煤炭江湖，国盛证券研究所

图表4：全国重点73港口动力煤库存合计（万吨）



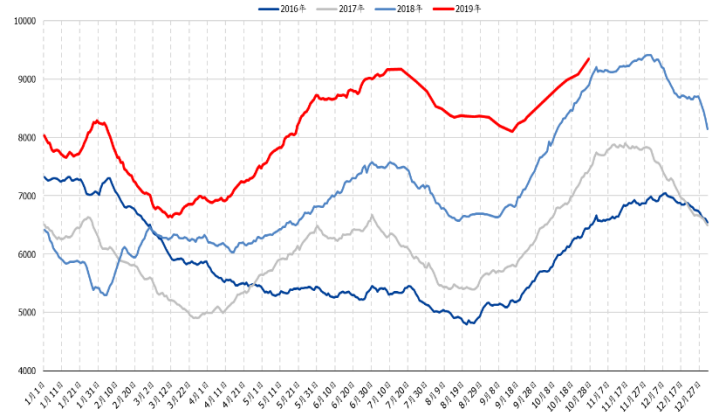
资料来源：煤炭江湖，国盛证券研究所

图表5：沿海6大电库存（万吨）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表6：全国重点电库存（万吨）

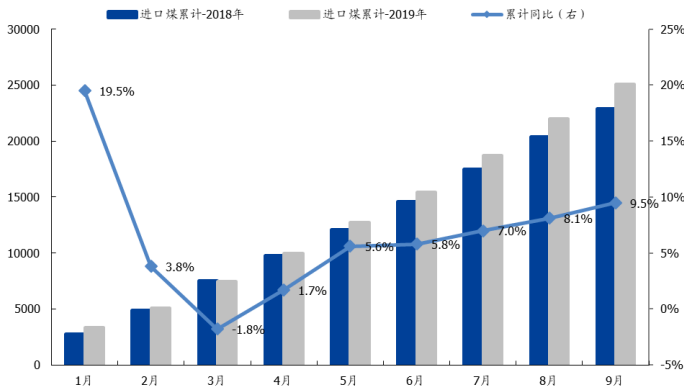


资料来源：wind，国盛证券研究所

1.3.直接原因：进口限制预期落空

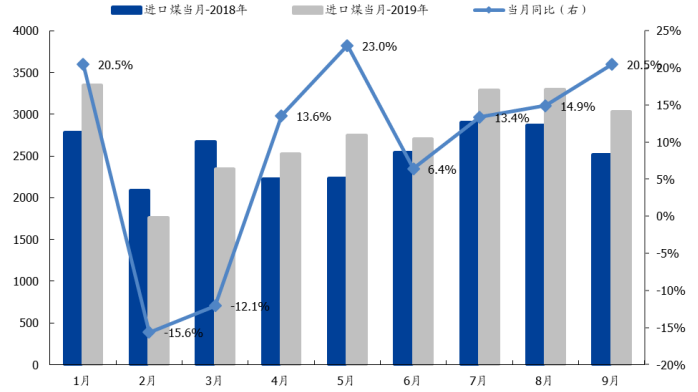
进口煤限制不及预期，加速煤价下跌。进口煤自7月以来已经连续三个月超过3000万吨，前三季度国内进口煤数量高达2.51亿吨，较去年同期增长9.5%，占去年进口煤总量的89.3%。尽管十月底福州港和广州港对进口煤有所限制，但据煤炭江湖了解，福州海关仅是暂定自身关口申报，仍允许异地报关，目前场地作业正常，而广州海关虽不允许异地报关，但可允许本地企业的煤炭进口。截至目前，限制煤炭进口的力度和措施并未发生根本性的改变，远低于市场预期，对贸易商信心造成巨大打击，恐慌情绪蔓延，抛盘增加，导致现货价格急跌。

图表7: 煤炭进口累计走势(万吨)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表8: 煤炭进口月度走势(万吨)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.后期煤价何去何从?

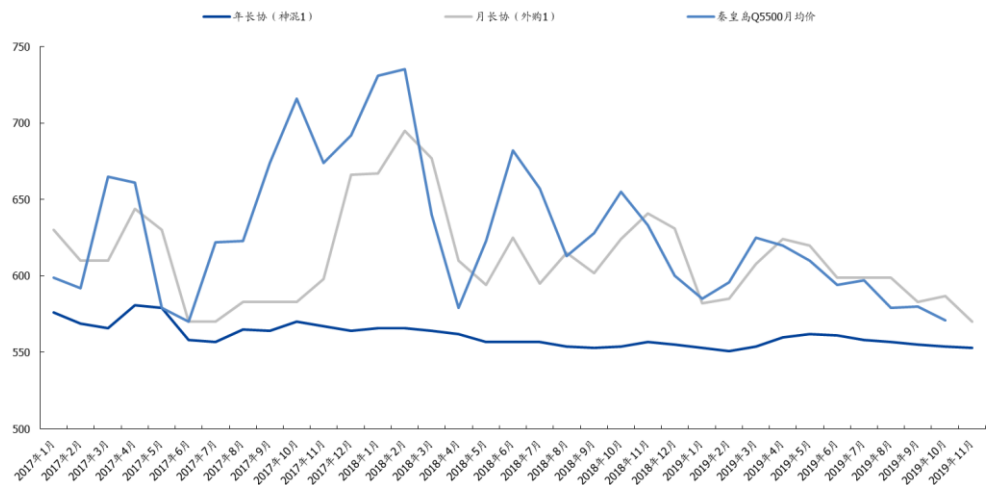
2.1.短期来看: 恐慌情绪有望缓解, 煤价有望阶段性企稳

短期内, 因供应宽松, 坑口煤价仍将面临一定下行压力, 港口和电厂煤炭库存整体仍处于高位, 下游用户采购积极性整体仍然不强, 煤价暂时缺乏足够走强动力。但是, 在沿海电厂日耗同比仍保持较快增长, 内外贸煤价差收窄, 进口煤适当管控的背景下, 短期市场恐慌情绪或有所改善, 市场煤价格跌幅有望收窄并阶段性企稳。

2.1.1.神华长协定价有助缓解市场恐慌情绪

11月1日, 神华公布11月份动力煤最新价格, 外购1-5500月度长协定价570元/吨(环比-9元/吨), 神混1-5500年度长协定价553元/吨(环比-1元/吨)。虽然神华的月度长协价格对接下来一个月的市场煤价格并无太大指导意义, 但考虑到目前现货价格(555元/吨)已远低于月度长协, 并向年度长协靠近, 我们认为该现象有助于缓解短期市场的恐慌情绪, 对稳定市场有一定的作用。

图表9: 现货、月度长协、年度长协价格走势(元/吨)

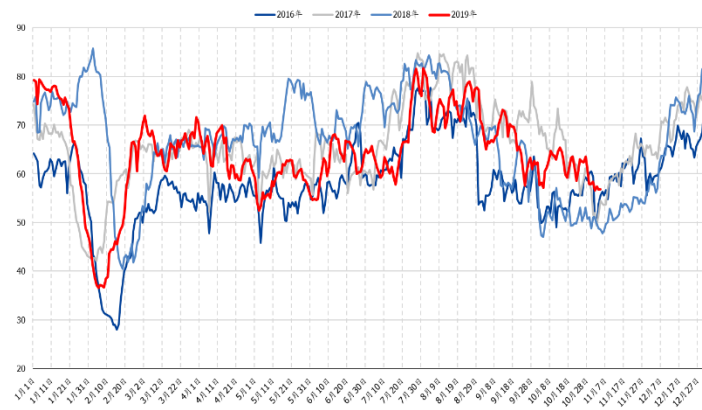


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.1.2.采暖季临近，日耗有望逐步攀升

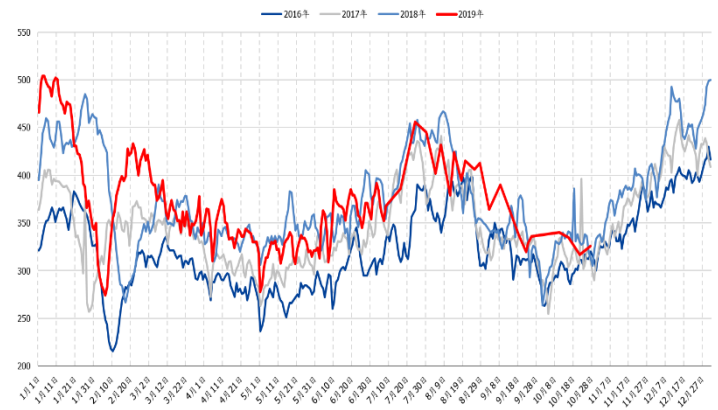
自9月底以来，受来水减弱以及部分核电机组检修影响，沿海电厂日耗同比明显偏高，季节性回落速度和幅度低于去年同期。且观察历史数据发现，每年自11月初起，日耗触底回升。后期如果日耗同比持续保持较快增长势头，叠加进口煤适当管控，电厂或迎来补库需求，市场浓厚的悲观情绪短期或会有所修复，亦会对煤价形成一致支撑。

图表 10: 沿海 6 大电日耗 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 全国重点电日耗 (万吨)

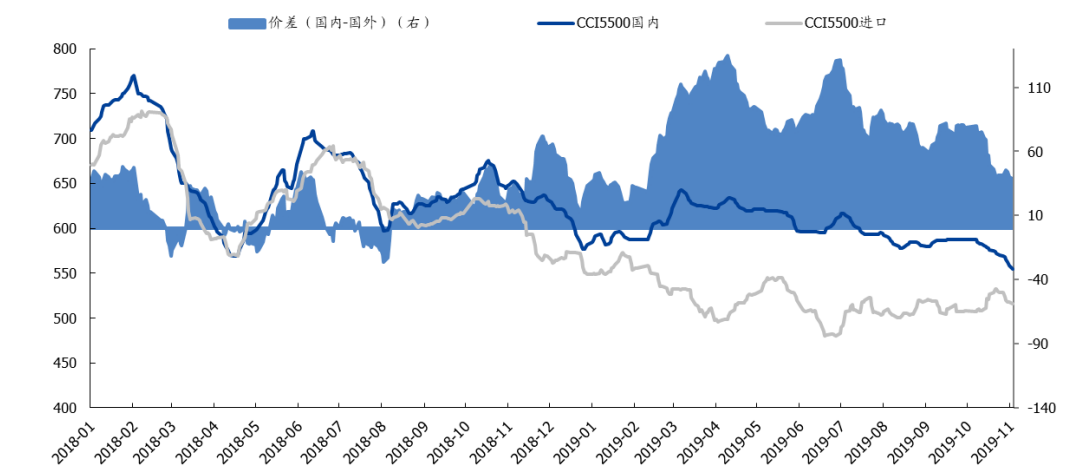


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.1.3.国内外价差收窄

近期内贸煤价格快速回落，而进口煤方面，由于并未出台严格的进口煤收紧政策，进口煤价格偏强，导致内外贸煤价差快速缩小。若后期进口煤政策稍有收紧，短期国内贸易商和终端用户对进口煤的采购需求将有所减弱，从而支撑国内煤价企稳。

图表 12: 国内外进口煤价差收窄 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

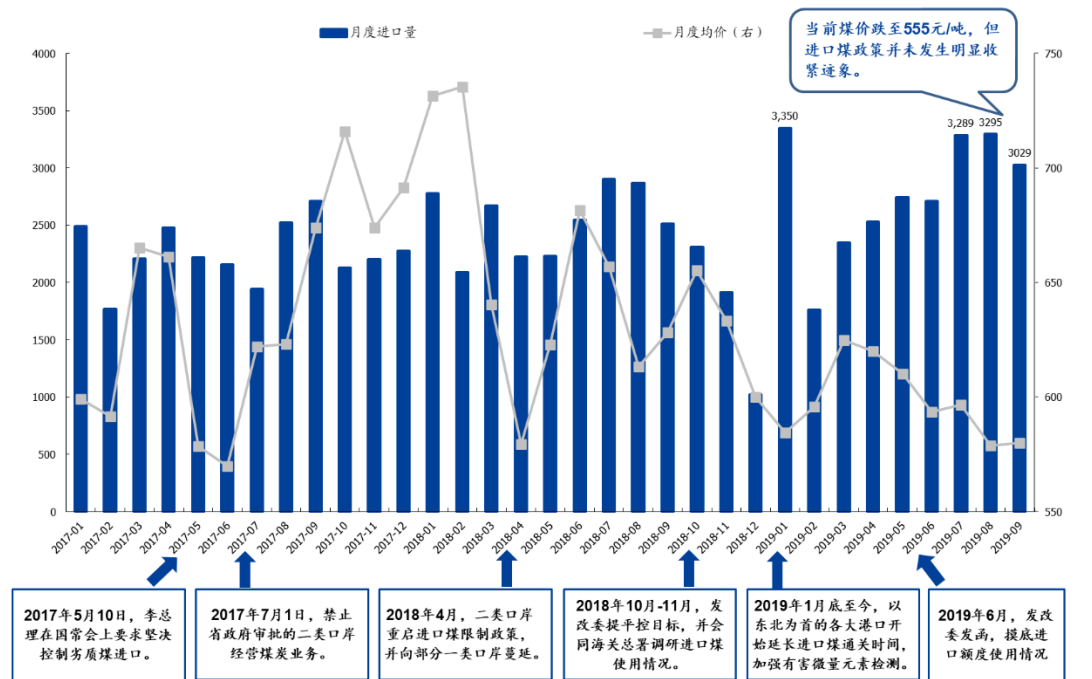
2.2.中长期来看：煤价中枢下移，但不具备大幅下跌基础

中长期来看，我们认为目前煤炭市场格局已由此前的供需紧平衡转向供需平衡偏宽松，煤价中枢将稳步下移至**530~550元/吨**。

通过观察进口煤政策，我们发现此前每当煤价跌至570元/吨左右时，相关部门便通过收紧进口煤托底煤价。而当前煤价已跌至555元/吨，但进口煤政策并未有明显变化，我们认为该现象意味着政府认可的煤价底部已逐步下移。

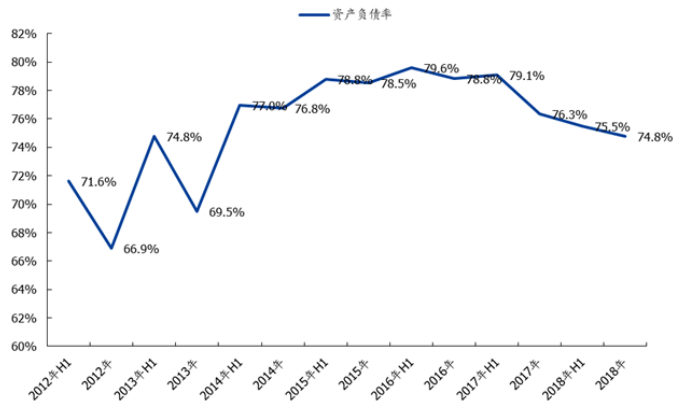
后期若单纯依靠市场力量寻底，煤价需跌破某些煤企成本线，待产能自然出清后，煤炭市场才有望重新恢复供需平衡，煤价亦随之企稳。但值得注意的是，我国煤炭行业以国有企业作为主导，且多数煤企历史负担重，人员众多，偿债压力大，吨煤完全成本居高不下。本轮供给侧改革旨在推进煤企去杠杆，降低其偿债压力，化解债务负担，但时至今日效果差强人意，虽然煤企盈利状况大幅改善，但其有息负债总额并未明显下降，企业偿债压力并未减轻。若此时放任煤价大幅下跌，上述煤企经营状况将会迅速恶化，债务违约风险显现，员工亦无法妥善安置。因此，我们倾向认为在当前煤企的偿债压力并未减轻的背景下，煤价并不具备大幅下跌基础，中长期内仍需维持相对合理价格，让煤企有充足的时间缓解债务风险，最终达到降杠杆的目的。

图表 13: 国内外进口煤价差收窄 (元/吨)



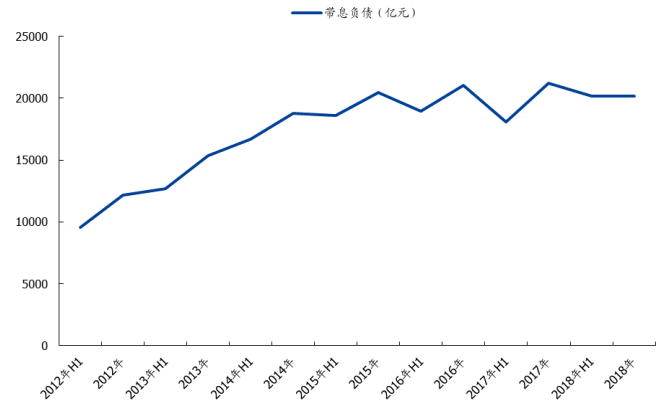
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 样本煤企资产负债率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 样本煤企带息负债总额 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3. 投资策略

我们对煤炭市场 Q4 持谨慎乐观态度，在煤炭周期景气下行的背景下，我们建议重点关注高股息率的中国神华、陕西煤业；以及充当能源革命排头兵，积极谋求转型发展的山煤国际。

4. 风险提示

在建矿井投产进度超预期。

受矿井建设主体意愿影响，在建矿井建设进度有可能加速，导致建设周期缩短，产量释放速度超过预期。

需求超预期下滑。

受宏观经济下滑影响，导致煤炭需求下滑，煤炭市场出现严重供过于求得现象，造成煤价大幅下跌。

进口煤管控进一步放松。

取消进口煤限制，导致供给增加，煤炭行业供需失衡，煤价大幅下跌。

长协基准价下调。

年度长协“535元/吨”基准价下调。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com